



Perspectivas para o Custo Financeiro do BNDES

FABIO GIAMBIAGI
FLORINDA ANTELO PASTORIZA
SEBASTIÃO BERGAMINI JUNIOR*

RESUMO A possibilidade de que ao longo da década se observe uma melhora dos indicadores macroeconômicos do Brasil implica que o componente da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) que excede à expectativa inflacionária, representado pelo risco-Brasil, poderá diminuir de forma substancial depois de 2002. Na perspectiva do início de um novo período de quatro anos de governo (2003/06), é oportuno estimar uma trajetória para a TJLP e avaliar como tal evolução poderia afetar as políticas do BNDES. Com base nessa análise, o trabalho desenvolve algumas idéias para as políticas financeira e de crédito do Banco, como contribuição para o debate acerca das políticas a serem adotadas pelo próximo governo.

ABSTRACT *The possibility of an improvement of the Brazilian macroeconomic indicators during the decade implies that the component of TJLP above the inflationary expectations could fall substantially after 2002. In the prospect of the beginning of a new administration for the period 2003/06, it is advisable to analyze what could be the trajectory of TJLP and how such evolution could affect the BNDES policies. Based on this analysis, this paper develops some ideas for the financial and credit policies of the Bank, as a contribution for the debate regarding the policies to be adopted by the future administration.*

* Respectivamente, economistas e contador do BNDES. Os autores agradecem os comentários de dois pareceristas anônimos.

1. Introdução

O presente artigo destina-se a contribuir para o debate das possíveis políticas a serem implementadas pelo BNDES no próximo período de governo. Nesse momento em que começam a se discutir as políticas a serem seguidas pelo governo que assumirá em 2003 e deverá administrar o país até 2006, é oportuno analisar como se espera que venha a ser a trajetória da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) e como tal evolução poderia afetar as políticas do BNDES, cuja atuação futura ao longo da década de 2000 tem potencial para ser marcada por um contexto de taxa de juros como há muito tempo o país não via. A taxa real bruta Selic, deflacionada pelo IPCA, foi de 22%, em média, durante o período 1995/98, chegando inclusive a ser de 26,7% em 1998. Ela terá caído para uma média de 12% a.a. em 1999/2002 e provavelmente diminuirá para menos de 10% em 2003/06, o que deverá modificar radicalmente o comportamento do crédito na economia brasileira, aumentando os investimentos, estimulando o endividamento e gerando novos desafios para o BNDES, que não convive com um quadro de investimentos intensivos na economia desde a década de 70.

Em tal contexto, a evolução futura da TJLP ganha importância crucial. Sua queda, em termos reais, será um fator importante de estímulo à economia e, ao mesmo tempo, poderá gerar incentivos perversos à tomada de recursos no BNDES por parte de grupos com acesso à alternativa de captar no exterior, propiciando-lhes uma arbitragem de juros favorável. Como um cenário desse tipo afetaria as ações do BNDES, é exatamente o que este trabalho se propõe a discutir.

Há uma tendência clara a que o BNDES seja crescentemente competitivo, tendo que disputar os recursos no mercado e emprestando a taxas compatíveis com esse custo de captação, tornando-se com isso menos dependente dos recursos do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT). Isso implicará uma composição do custo de financiamento do BNDES com um menor peso da TJLP e, paralelamente, o obrigará a ampliar a participação dos empréstimos vinculados à sua cesta de moedas no total dos desembolsos. O texto, porém, passa ao largo dessa questão – cuja análise iria requerer outro artigo – e trata apenas do custo da TJLP e do impacto específico disso sobre os empréstimos a ela vinculados. Essa abordagem é justificada pelo fato de que o FAT e o PIS-Pasep continuarão sendo uma parte importante do passivo total do BNDES e porque o peso dos empréstimos afetados pela TJLP, no futuro, embora menor que hoje, estará muito distante de ser inexpressivo.

Exclui-se a idéia de fazer uma análise abrangente do custo do *funding* do BNDES, bem como de elaborar uma proposta de política financeira e de crédito, objetivos que vão muito além das modestas pretensões deste artigo, que está focado nas perspectivas de evolução da TJLP.

Finalmente, este trabalho apenas tangencia os impactos do risco legal, vinculado à efetividade do colateral dos financiamentos (garantias reais e pessoais) na recuperação de crédito. Pinheiro e Cabral (1998) e Borges e Bergamini Jr. (2001) analisaram o tema, que assume grande importância no contexto nacional caracterizado pela existência de um alto risco legal por conta de fragilidades institucionais, como a baixa proteção legal aos credores e a atuação deficiente do Judiciário em promover a recuperação de créditos. Essas fragilidades contribuem para a alta volatilidade das relações econômicas e poderiam explicar, em parte, a manutenção de elevados patamares para o risco-país.

Os pressupostos da análise realizada são de que o próximo governo conserve a essência das políticas adotadas nos últimos anos e confirme o compromisso com as metas fiscais e de inflação já definidas para 2003, particularmente o superávit primário de 3,5% do PIB e a intenção de obter um *inflation target* de 3,25%, os quais permitiriam, se válidos, reduzir substancialmente o risco-país ao longo dos anos seguintes. Adicionalmente, toma-se a redução do déficit em transações correntes como um outro importante pré-requisito, na medida em que se reconhece que o risco-Brasil não é reversível apenas com as políticas internas acima referidas. A análise, conseqüentemente, está condicionada a essa premissa, uma vez que, se o curso das políticas for modificado substancialmente, os comentários e propostas aqui feitos deixam de ser válidos.

Tendo as preocupações antes mencionadas como pano de fundo, o artigo divide-se em cinco seções, sem contar esta introdução. Inicialmente, é feito um breve resumo da evolução recente da TJLP (Seção 2). A seguir apresenta-se uma análise comparativa entre os processos de precificação dos empréstimos realizados pelos bancos privados e pelo BNDES (Seção 3). Na seqüência, é discutida a possibilidade de ocorrer, nos próximos anos, uma mudança na taxa de juros final paga pelo tomador do empréstimo do BNDES, através de uma alteração do peso relativo do indexador contratual e do *spread* básico dos empréstimos (Seção 4). A Seção 5 traça as perspectivas para a evolução da TJLP, à luz do quadro exposto. Por último, apresentam-se na Seção 6 as principais conclusões.

2. A Evolução da TJLP

Ao longo dos últimos dois anos, de modo geral, a TJLP tem caído em relação aos níveis observados em 1999, quando o país sofreu os efeitos da desvalorização cambial. A rigor, tal queda se deve à adoção de uma nova fórmula de cálculo a partir do último trimestre de 1999, quando a TJLP passou a ser dada, a cada trimestre, em função da seguinte equação:

$$TJLP = E(p) + SP \quad (1)$$

onde:

$E(p)$ = expectativa de inflação; e

SP = *spread* de risco-país do Brasil.

A expectativa de inflação do trimestre é dada por uma ponderação da meta de inflação dos quatro trimestres seguintes, combinando a meta do ano corrente e do seguinte com pesos entre 0% e 100%. Como a meta de inflação é declinante com o tempo, só por conta disso haveria uma redução natural da TJLP. Adicionalmente, o componente de risco-país da fórmula também caiu ligeiramente, embora tenha voltado a subir nos últimos trimestres.

No que diz respeito ao risco-país efetivo do Brasil, avaliado com base nos títulos soberanos emitidos pela República, ele é medido por meio de vários papéis com diferentes prazos. O prêmio dos *Par-Bonds* – que representam o título da dívida externa brasileira mais longo da renegociação de 1994, originalmente de 30 anos – chegou a ter uma média mensal de 1.800 pontos sobre a taxa de juros do título de prazo equivalente do Tesouro dos Estados Unidos no auge da crise de 1999 e tem se situado pouco acima da metade disso nos últimos meses. O *C-Bond*, título também de longo prazo, porém não tanto quanto o anterior, tem, pelo fato de vencer antes, um risco ligeiramente inferior, com prêmio que tem oscilado entre 800 e 900 pontos recentemente, sendo um indicador freqüentemente levado em consideração nas avaliações sobre a conjuntura do país. É razoável imaginar que esse risco diminua a médio e longo prazo, uma vez superadas as incertezas prevalentes em 2002 – quando haverá a realização de eleições gerais – e caso em 2003 sejam conservados o compromisso com a estabilidade de preços e a austeridade fiscal.

A definição do nível de risco-país embutido na fórmula é prerrogativa do governo e envolve formalmente certo grau de arbitrariedade, posto que –

contrariamente ao que vigorou no passado – não chega a ser adotada, por exemplo, uma média de títulos brasileiros no exterior como parâmetro de referência que permita um acompanhamento externo. Os valores nominais recentes da TJLP encontram-se na Tabela 1.

A Tabela 2 mostra, para efeitos comparativos, como o prêmio de risco adotado para a TJLP para fevereiro de 2002 compara-se com outros indicadores de risco-Brasil de longo prazo, quais sejam: *a)* o prêmio do *Par-Bond*; *b)* o prêmio do *C-Bond*; e *c)* o prêmio do *Global 09*. Constatase que o prêmio de risco-país embutido na TJLP foi nos últimos meses de aproximadamente 1,5 a 2 pontos percentuais (ou 150 a 200 pontos básicos), inferior, portanto, ao risco soberano do papel com vencimento daqui a sete anos, prazo bastante utilizado em emissões de médio/longo prazo. *A hipótese básica do cenário a ser traçado no trabalho é que esse último diferencial em termos de pontos básicos – para menos – da TJLP em relação ao*

TABELA 1

TJLP: Evolução Recente

(Em %)

ANO/TRIMESTRE	EXPECTATIVA DE INFLAÇÃO	PRÊMIO DE RISCO	TJLP
1999 – IV	6,50	6,00	12,50
2000 – I	6,00	6,00	12,00
II	5,50	5,50	11,00
III	5,00	5,25	10,25
IV	4,50	5,25	9,75
2001 – I	4,00	5,25	9,25
II	3,88	5,37	9,25
III	3,75	5,75	9,50
IV	3,63	6,37	10,00
2002 – I	3,50	6,50	10,00

Fonte: BNDES.

TABELA 2

Parâmetros de Comparação de Risco-Brasil – Fevereiro de 2002

PARÂMETRO	PONTOS BÁSICOS
<i>Par-Bond</i> (Média Mensal)	1.024
<i>C-Bond</i> (Média Mensal)	851
<i>Global 09^a</i> Média Mensal)	825
Risco-País da TJLP	650

Fonte: BNDES.

^aEmissão soberana da República, posterior à renegociação da dívida externa de 1994.

risco associado a um prazo de sete anos seja encurtado para 100 pontos, superada a atual fase de incertezas e em um cenário de melhora gradual da cotação daqueles papéis, tornando a TJLP mais próxima dos indicadores de risco-país de médio prazo.

A evolução da TJLP depende, basicamente, do comportamento de dois componentes: a taxa de risco e a inflação efetiva. Como a inflação futura entra na fórmula de cálculo, se a taxa de variação dos preços for declinante ao longo do ano o componente associado à inflação na fórmula tenderá a ser menor que a inflação efetiva, mesmo que a meta de inflação seja rigorosamente cumprida. Ao longo dos últimos sete ou oito anos, incluindo a fase anterior à fórmula atual – mas na qual a taxa de risco-país afetava a TJLP, pela influência que exercia sobre os títulos brasileiros que eram levados em conta na fórmula da época –, a TJLP foi relativamente alta, por conta dos prêmios de risco pagos pelo país. Esse movimento atingiu o auge em 1998, quando a TJLP mensal acumulada durante o ano atingiu 11,7%, em uma situação na qual a inflação (IPCA) foi de apenas 1,7% (Tabela 3). Posteriormente, já sob a nova fórmula, esse diferencial entre a TJLP nominal e a variação do IPCA caiu bastante.

TABELA 3

TJLP Real – Janeiro/Dezembro de 1995/2001

(Em % a.a.)

ANO	TJLP NOMINAL	IPCA	TJLP REAL
1995	23,38	22,41	0,79
1996	16,03	9,56	5,91
1997	10,13	5,22	4,67
1998	11,65	1,66	9,83
1999	13,22	8,94	3,93
2000	10,75	5,97	4,51
2001	9,50	7,67	1,70

Fonte: BNDES.

3. A Precificação dos Empréstimos e o BNDES

Altman, Caouette e Narayanan (2000) apontam para o fato de que todas as instituições financeiras levam em conta, na precificação de suas operações de crédito, a obtenção de uma lucratividade que represente uma taxa de retorno compatível com os riscos assumidos, que deve permitir, no longo prazo: *a)* a cobertura dos custos operacionais; *b)* a compensação das perdas esperadas; e *c)* a remuneração adequada dos acionistas. Além desses fatores,

as operações também devem ter como pressuposto garantir o crescimento do patrimônio líquido da instituição.

Os custos operacionais são facilmente definidos e mensuráveis. As perdas esperadas, refletem a perda potencial máxima estimada com base na experiência passada e um dado nível de confiança (por exemplo, de 95%). Já a remuneração adequada dos acionistas é função direta do custo de oportunidade e das alternativas existentes de investimento.

Note-se que uma instituição financeira está sujeita também a perdas não esperadas que, dada a impossibilidade de precificação, geram a necessidade de requisitos mínimos de capital próprio a serem mantidos a fim de lhes fazer face. Essas perdas estão associadas a situações excepcionais ou não recorrentes, podendo surgir: *a)* no contexto de uma crise sistêmica do mercado financeiro, representada por uma situação de inadimplência generalizada; *b)* da concentração setorial na carteira de crédito, ou seja, da existência de um grande número de empresas em dificuldades que atuam no mesmo setor; *c)* da concentração individual, representada pela existência de um único devedor individual que tenha sido negativamente afetado; e *d)* do fato de as perdas esperadas terem sido calculadas de modo incorreto, quer por falha metodológica, quer por inexperiência dos analistas de crédito. Uma vez que não podem ser precificadas, essas perdas devem ser cobertas por uma estimativa de volume mínimo de capital próprio necessário para absorvê-las, a qual constitui a exigência de capital regulatório estabelecida pelos órgãos de supervisão bancária de cada país e regulada em nível mundial pelo Acordo de Basiléia.

Dessa forma, o processo de precificação das operações de crédito deve considerar quatro conjuntos de variáveis ligadas a: *a)* custos de captação; *b)* custos operacionais; *c)* perdas esperadas por inadimplência; e *d)* lucratividade em nível adequado. Este último ponto é atingido quando são cobertos não apenas os custos de captação e operacionais, como também as perdas esperadas e não esperadas (inclusive decorrentes de eventuais descasamentos entre custos de captação e aplicação), permitindo à instituição auferir uma taxa de retorno compatível com todos os riscos assumidos.

Nesse sentido, a taxa de juros das operações de crédito do BNDES tem a seguinte estrutura:

$$TX = C + SB + SPO + SR \quad (2)$$

onde:

TX = taxa de juros final da operação de crédito a ser paga pelo devedor;

C = custo financeiro básico;

SB = taxa ou *spread* básico;

SPO = taxa ou *spread* de política operacional; e

SR = taxa ou *spread* de risco.

O custo financeiro básico (C) está associado ao custo médio exigido pelos fornecedores de capital (taxas de juros e encargos pagos a terceiros nas operações de captação), refletindo o custo médio de cada fonte específica de captação. Essa associação é reforçada pelo fato de que muitos recursos captados pelo BNDES são, por questões legais, “carimbados”, isto é, cada fonte de recursos deve ter o seu custo repassado em condições idênticas às de captação (é o caso do FAT, do PIS/Pasep, do FND, dentre outros). Assim, o custo de captação converte-se na base do modelo de precificação, o qual considera que o BNDES não apresenta descasamentos de moedas ou taxas, sendo capaz de repassar integralmente seus custos de captação, tanto em sua forma original quanto de forma combinada com operações financeiras (*swaps*) que alterem os fluxos originais.

A taxa ou *spread* básico (SB) remunera todas as despesas do BNDES e assegura uma rentabilidade-alvo sobre o patrimônio líquido. Já a taxa ou *spread* de política operacional (SPO) deve ser igual a zero no agregado dos desembolsos efetuados, na medida em que valores diferentes de zero, positivos ou negativos, têm como objetivo promover investimentos específicos, de acordo com as diretrizes estratégicas de atuação do BNDES como banco de desenvolvimento. Para efeito de simplificação, o *spread* básico e o *spread* de política operacional são apresentados como uma única taxa aos clientes.

A taxa ou *spread* de risco (SR) remunera o risco de crédito nos empréstimos, de forma a fazer frente às perdas com a inadimplência esperada, e é calculado por nível de risco, decorrendo da estimativa das perdas por inadimplência obtidas a partir da: *a*) probabilidade de ocorrência de inadimplência por faixa de risco; e *b*) severidade das perdas por inadimplência, medida pelo percentual dos empréstimos efetivamente perdido, uma vez descontados os valores recuperados. Por exemplo, supondo a probabilidade de inadimplência em 30% e a severidade das perdas em 60% – isto é, recuperação de 40% –, tem-se uma perda esperada de 18% do valor da operação de crédito.

Assim, as perdas médias esperadas com inadimplência dependem, de forma geral, de quatro variáveis: *a*) da classificação de risco original do tomador; *b*) do seu prazo de maturidade; *c*) da qualidade das garantias vinculadas ao financiamento concedido; e *d*) das condições em que se dá o processo de execução judicial das garantias recebidas visando à recuperação do financiamento. Dessa forma, *SR* deve ser suficiente para cobrir, no longo prazo, as perdas esperadas, frisando que existe, no contexto da economia brasileira, uma alta volatilidade nos fatores envolvidos em seu cálculo.

É fácil perceber que lógicas distintas impõem-se no cálculo de cada um dos três *spreads* acima definidos. A taxa de risco (*SR*) segue um raciocínio microeconômico de recomposição das perdas esperadas por inadimplência, ao passo que a taxa de política operacional (*SPO*) é, em última análise, uma questão de prioridade de governo e reflete a disposição de incentivar um determinado programa e/ou setor de atividade. Conclui-se, desta forma, que a variável ativa de controle da política financeira do BNDES é a taxa básica (*SB*), ressaltando que são decisivos para o seu cálculo dois conjuntos de vetores, resumidos no quadro a seguir, ligados à remuneração dos acionistas e aos custos operacionais.

Vetores que Afetam a Formação do *Spread* Básico (*SB*)

<i>a) Remuneração dos Acionistas</i>
– Meta de Retorno sobre o Patrimônio Líquido
– Carga Tributária Direta
– Remuneração Adequada/ <i>Mix</i> de Carteira
– Grau de Alavancagem
– Carga de Capital Próprio
<i>b) Custos Operacionais</i>
– Custo da Operação
– Despesas Administrativas/Com Pessoal
– Taxas
– Carga Tributária Indireta

O primeiro conjunto de vetores, ligado à remuneração do acionista, está representado pelos seguintes fatores: *a*) meta de retorno sobre o patrimônio líquido; *b*) inclusão da carga tributária direta, representada pelo Imposto de Renda e pela Contribuição Social sobre o Lucro no processo de precificação (portanto, dada uma meta de remuneração líquida de 6% e considerando uma alíquota de Imposto de Renda de 40%, precifica-se uma taxa bruta de 10%); *c*) adequada remuneração dos ativos considerando a composição da carteira; e *d*) grau de alavancagem, o qual é representado, no processo de

precificação individual das operações de crédito, pela carga de capital próprio.

O segundo conjunto, voltado para a cobertura dos custos operacionais, é constituído por: *a)* despesas administrativas, despesas com pessoal e despesas tributárias sob a forma de taxas específicas; e *b)* repasse dos custos tributários indiretos, como o IOF, na medida em que os diretos, como o Imposto de Renda, devem ser embutidos no lucro-meta, de forma individual, no processo de precificação das operações de crédito.

A meta de retorno sobre o patrimônio líquido é hoje de 5% a.a. Ressalte-se que ela não deve ser confundida com a lucratividade final do BNDES, na medida em que se aplica às operações de crédito, inclusive debêntures. O Banco conta ainda com uma carteira de renda variável, cuja lógica de investimento está focada em uma rentabilidade mínima de longo prazo igual à rentabilidade sem risco acrescida de um prêmio de risco compatível com o investimento em renda variável, que oscila no curto prazo em função do desempenho do mercado de capitais. De qualquer modo, a carteira de renda variável registrou uma rentabilidade nos últimos anos entre 3% a 5% a.a. sobre o patrimônio líquido.

A diluição dos custos fixos pelo total de operações de crédito constitui um aspecto fundamental no processo de precificação das operações, na qual as variáveis relevantes são representadas pelas oscilações no nível de alavancagem, pelo montante dos custos operacionais e pela composição da carteira. Nesse processo, deve ser avaliado o efeito da alavancagem, medida pela relação entre ativo total e patrimônio líquido, na busca da faixa mais adequada para a definição do *spread* básico.

No longo prazo, o crescimento indefinido da variável alavancagem é inviável em virtude das restrições impostas pelos órgãos reguladores, representadas pelos requisitos mínimos de capital próprio. Respeitadas as restrições legais e os limites prudenciais, permanece verdadeiro que quanto maior o volume de operações de crédito, refletido em maior alavancagem, menor deverá ser o *spread* básico cobrado para atingir uma dada rentabilidade sobre o patrimônio líquido.

Finalmente, uma variável fora do controle do BNDES mas também importante na definição do *spread* básico é a carga tributária, pois quanto maior a incidência de impostos maior deverá ser o *spread* básico para gerar o

mesmo nível de rentabilidade sobre o patrimônio líquido. Deve ser lembrado também que essa carga estará sendo repassada ao tomador final, num contexto de isonomia com relação aos mesmos custos repassados pelos demais agentes do mercado financeiro.

Um ponto importante no processo de precificação de empréstimos realizado pelo BNDES são os níveis de *spread* básico praticados: uma vez definido o *spread* básico médio (*SB*) necessário para garantir a cobertura das despesas do BNDES e assegurar uma rentabilidade-alvo sobre o patrimônio líquido, a fixação do *spread* de política operacional (*SPO*), positivo ou negativo, decorre das definições estratégicas relativas à sua atuação como banco de desenvolvimento, lembrando que *SB* e *SPO* são apresentados aos clientes como uma única taxa.

Até dezembro de 2001, os valores vigentes de *spread* eram de 2,5% a.a. (nível padrão) e 1% a.a. (nível especial), os quais foram estabelecidos em 1997 visando à obtenção de *SB* ponderado de 2,28% a.a., decorrente da aplicação de 15% do orçamento anual do BNDES na faixa especial de 1% a.a. e de 85% na faixa normal de 2,5% a.a.

A partir de janeiro de 2002, a nova estrutura de *SB* contempla três grandes blocos, com o seguinte direcionamento: *a*) o nível de 1% a.a. é direcionado aos segmentos sociais, micro, pequena e média empresa e meio ambiente; *b*) o nível intermediário, de 2% a.a., é voltado para o financiamento a grandes empresas em regiões incentivadas; e *c*) o nível mais elevado, de 3% a.a., é reservado ao financiamento a grandes empresas em regiões não incentivadas e às empresas de capital estrangeiro, segmento com maior acesso ao mercado de capital. Deve ser lembrado que, no caso de exportações, *SB* é mais flexível, sendo no mínimo 1%, com meta anual de 2% para operações contratadas.

Ao trabalhar com três níveis de *SB*, o BNDES tem a necessidade de equilibrar a proporção entre as operações realizadas em cada um desses níveis, dado que o retorno obtido nas operações de menor *SB* é inferior ao necessário para cobrir custos e remunerar acionistas, devendo ser compensado com a busca de um retorno maior, a ser obtido nas operações de maior *SB*. A utilização de *SB* na faixa média de 2% a.a. é neutra para atingir os objetivos de cobrir custos e remunerar acionistas, porém parece ser inevitável haver uma transferência implícita de renda entre os tomadores de recursos na faixa de *SB* maior para os da faixa de *SB* menor.

4. O *Spread* do BNDES

A possível redução do risco-Brasil repercutiria diretamente no custo de captação do BNDES, refletindo a queda da TJLP na equação (2), a qual poderia ser integralmente repassada à ponta final, através da fixação de uma taxa de juros dos empréstimos que incentive a sua procura por parte de empresas e grupos que normalmente teriam acesso ao mercado financeiro internacional.

O financiamento a essas empresas é justificável em determinadas circunstâncias pelos seguintes fatores: *a)* risco cambial que eventualmente possa estar embutido nas operações externas; *b)* interesse do governo em apoiar certos empreendimentos dessas empresas; e *c)* insuficiência de demanda que desobrigue o BNDES a ser mais seletivo nos seus empréstimos.

Nesse sentido, o quadro dos próximos anos deverá ser bastante diferente em relação ao passado. Em primeiro lugar, respeitados os fundamentos macroeconômicos, o risco cambial deverá ser menor do que foi historicamente. Em segundo, passada a fase atual de reestruturação, o apoio a empresas que podem captar sem problemas no exterior tenderá a diminuir. Finalmente, a demanda por recursos do BNDES deverá aumentar se o crescimento da economia ganhar *momentum*, a partir de 2003.

Nesse contexto, uma forma de permitir que o custo de tomar recursos no BNDES não se torne excessivamente inferior ao de recursos externos é a ampliação do leque de *spreads* básicos praticados ou o aumento da proporção de empréstimos com *SB* mais elevado. Assim, os segmentos com possibilidade de acesso ao mercado internacional contariam com nível de *spread* básico mais elevado. Os ganhos financeiros auferidos nessas operações permitiriam formar um “colchão” de recursos que ampliaria a oferta de crédito do BNDES a segmentos que não têm qualquer possibilidade de acesso a recursos tanto externos quanto internos, assim como permitiria o apoio a setores e/ou atividades que o governo considere prioritários, os quais contariam com *SB* menor.

A indução do repasse de recursos a esses segmentos poderia se dar inclusive via uma política de incentivos do BNDES no sentido de concentrar suas atividades nos agentes financeiros que tivessem melhor desempenho no repasse de recursos a tomadores finais de menor porte.

As questões que se colocam com uma possível redução do risco-Brasil são amplas e variadas. No entanto, visando focar o tema na possibilidade de

redução do custo financeiro para o tomador final, foram desconsiderados outros desdobramentos nesse trabalho, como a eventual existência de margem para reduzir os custos do BNDES, a definição precisa do que seria um projeto com indiscutíveis méritos sociais que o credenciem a receber um tratamento favorecido, ou os possíveis efeitos de um processo de transferência sobre o desenvolvimento do mercado privado de capitais.

Considerando que $TJLP = C = E(p) + SP$:

$$TJLP = E(p) + SP \quad (1)$$

$$TX = C + SB + SPO + SR \quad (2)$$

Dado (1) em (2), temos:

$$TX = E(p) + SP + SB + SPO + SR \quad (3)$$

Tomando-se SB' como a soma dos *spreads* básico e de política operacional ($SB' = SB + SPO$), temos:

$$TX = E(p) + SP + SB' + SR \quad (4)$$

Para as grandes empresas, mantido o atual nível de risco dessas corporações (SR constante), a projeção é de queda gradual na expectativa inflacionária $E(p)$ e no componente de risco-país SP ao longo dos próximos anos, o que geraria uma redução nas taxas de juros das operações dessas empresas junto ao BNDES. A abertura no leque de *spreads* básicos praticados pelo Banco amortecerá essa tendência, de modo que parte da redução da TJLP será compensada pelo aumento do *spread* básico cobrado nesse segmento.

O cenário utilizado no presente trabalho considera a aceitação da premissa de que as perdas esperadas por inadimplência sejam adequadamente cobertas, no longo prazo, por SR , e coloca em foco a hipótese de que o prêmio de risco-país SP embutido na fórmula da TJLP em (1) e nos empréstimos do BNDES em (4) deverá cair até o nível de 1% a.a. ao longo dos próximos cinco anos, o que permitiria uma compensação parcial do aumento do *spread* básico SB na mesma equação (4). Um *spread* mínimo de 1% em (1) se justifica também em função da necessidade de os recursos do *funding* do BNDES associados atualmente à TJLP terem uma rentabilidade real positiva para permitir que os fundos que financiam o BNDES possam, por sua vez, arcar com suas respectivas obrigações. Até 2006, porém, trabalha-se

com a hipótese de que o risco-país diminua até um mínimo de 2%, continuando a cair em 2007.

A possível maior exposição do Banco com empréstimos de menor retorno seria contrabalançada pelo aumento da remuneração dos empréstimos feitos com o maior *spread* básico (hoje em 3% a.a.). Em outras palavras, *o BNDES aproveitaria a queda esperada das taxas de juros para, concomitantemente, aumentar a rentabilidade de uma parcela dos seus empréstimos, permitindo assim aumentar compensatoriamente a disponibilidade de recursos para o apoio a empreendimentos de menor rentabilidade, porém elevadas externalidades econômicas ou sociais.*

O fundamental para o Banco, entretanto, é a manutenção do *spread* básico médio em torno de 2% a.a., necessário para cobrir seus custos operacionais e garantir uma rentabilidade-alvo sobre o patrimônio líquido.

Para isso, pode-se pensar em uma formulação que calcule a proporção de empréstimos feitos com taxas de 2% e 3%, por exemplo, dada uma definição prévia de alocar $x\%$ dos empréstimos a um *spread* de 1%. Nesse caso, sendo k_1 , k_2 e k_3 a proporção dos empréstimos feitos a taxas de 1%, 2% e 3%, respectivamente, a proporção de empréstimos feitos às taxas k_2 e k_3 , para um dado valor de k_1 , seria decorrente da fórmula do *spread* médio (s):

$$s = 0,01 \cdot k_1 + 0,02 \cdot k_2 + 0,03 \cdot k_3 \quad (5)$$

Por outro lado, por definição:

$$k_1 + k_2 + k_3 = 1 \quad (6)$$

Colocando k_3 como a diferença entre a unidade e a soma de k_1 e k_2 e substituindo em (5), chega-se a:

$$s = 0,01 \cdot k_1 + 0,02 \cdot k_2 + 0,03 \cdot (1 - k_1 - k_2)$$

que, após alguns algebrismos e dado que $s = 0,02$, implica que:

$$k_2 = (0,01 - 0,02 \cdot k_1)/0,01 = 1 - 2 \cdot k_1 \quad (7)$$

Nesse caso, por (7), basta definir que proporção de empréstimos o BNDES deseja fazer com um *spread* de 1% para ter automaticamente a proporção

que deve ser feita com *spreads* de 2% e 3% para um dado nível de *spread* médio. A Tabela 4 fornece os resultados.

Isso significa, por exemplo, que, se em uma situação inicial houver 20% dos empréstimos concedidos com um *spread* de 1%, 60% com um *spread* de 2% e 20% com um *spread* de 3% e as políticas do BNDES definirem que a proporção de empréstimos concedidos com o menor *spread* deve passar para 30%, então a preservação do *spread* médio irá requerer diminuir a proporção de empréstimos concedidos com *spread* de 2% para 40%, de modo a ampliar compensatoriamente para 30% do total o espaço para os empréstimos com *spread* de 3%.

TABELA 4

Valores da Proporção de Empréstimos com Diferentes *Spreads*^a

(Em %)

k_1	k_2	k_3
10	80	10
20	60	20
30	40	30
40	20	40
50	0	50

^aSpread médio: 2%.

5. A TJLP e a Futura Taxa de Risco-Brasil

A Tabela 6 apresenta as hipóteses nas quais se baseia o cenário adotado para a trajetória futura da TJLP até o final da gestão do próximo governo, em 2006. Há três parâmetros de referência, que se supõe deverão se modificar ao longo dos próximos anos. O primeiro é o *benchmark* de risco-país de economias emergentes, atualmente em torno de 3% ou 300 pontos básicos, que é, por exemplo, o custo que um país como o México, já no *investment grade*, paga no exterior por emissões de médio a longo prazos, de sete a 10 anos. É razoável imaginar que, em um quadro positivo da economia internacional, o próprio *benchmark* em relação ao qual o Brasil se compara evolua favoravelmente e que esse prêmio de risco de país emergente caia para 200 pontos ao longo do tempo, na proporção de 25 pontos básicos por ano a partir do final de 2002.

Em relação ao segundo parâmetro de referência, considera-se o prêmio de risco-Brasil de um papel de sete anos, atualmente representado pela taxa do bônus *Global 09* da República. Partindo do pressuposto de que o país continue a ter uma boa *performance* macroeconômica, adota-se a hipótese básica de que, no final do período em análise, o prêmio de risco de um papel de, na época, sete anos fique apenas 100 pontos acima do citado *benchmark*, o que significa que o prêmio desse papel – previsto em 700 pontos em 2002 – estaria em 300 pontos (ou 3%) no final de 2006, 100 pontos superior ao *benchmark* de 200.

Por último, supõe-se que, nesse contexto favorável, o prêmio de risco-país embutido na TJLP continue abaixo do risco efetivo dos papéis soberanos, porém com uma diferença menor, de 100 pontos a partir de 2003. Os números que resultam da combinação das hipóteses assumidas são expostos na Tabela 5. Isso significa que, partindo de 5,75% no começo de 2003, o prêmio de risco-país da TJLP cairia na proporção de 25 pontos por trimestre – 100 por ano – até o final de 2006, quando seria de apenas 200 pontos (2%). A queda poderia ser prolongada no governo seguinte, em condições externas e internas favoráveis, até um piso de 1%, no final de 2007.

Dadas as metas de inflação de 2002 e 2003 – 3,50% e 3,25%, respectivamente – e assumindo para os anos posteriores um declínio de 0,25% por ano, a TJLP seguiria a trajetória descrita na coluna (3) da Tabela 6. Em um cenário de melhora gradual da credibilidade do país, são consideráveis as chances de que os números que se verifiquem na realidade sejam próximos aos dessa tabela.

A partir dos dados relativos à evolução da TJLP, pode-se obter a estimativa de uma trajetória declinante, no decorrer do período, do que se denominou *custo financeiro básico* para o beneficiário de operações de crédito –

TABELA 5

Cenário para a Evolução do Risco-Brasil^a – 2002/06

(Em %)

ANO	BENCHMARK	TÍTULOS SOBERANOS DE SETE ANOS	RISCO TJLP
2002	3,00	7,00	6,00
2003	2,75	6,00	5,00
2004	2,50	5,00	4,00
2005	2,25	4,00	3,00
2006	2,00	3,00	2,00

^aPosição de final do ano.

TABELA 6

Cenário para a Evolução da TJLP e do Custo Financeiro Básico – 2003/06

(Em %)

ANO/TRIMESTRE	EXPECTATIVA DE INFLAÇÃO (1)	PRÊMIO DE RISCO (2)	TJLP (3)	CUSTO FINANCEIRO (TJLP+ SB') (4)	CUSTO FINANCEIRO REAL ^a (5)
2003 – I	3,25	5,75	9,00	11,00	7,51
II	3,19	5,50	8,69	10,69	7,27
III	3,13	5,25	8,38	10,38	7,03
IV	3,06	5,00	8,06	10,06	6,79
2004 – I	3,00	4,75	7,75	9,75	6,55
II	2,94	4,50	7,44	9,44	6,31
III	2,88	4,25	7,13	9,13	6,08
IV	2,81	4,00	6,81	8,81	5,84
2005 – I	2,75	3,75	6,50	8,50	5,60
II	2,69	3,50	6,13	8,13	5,30
III	2,63	3,25	5,88	7,88	5,12
IV	2,56	3,00	5,56	7,56	4,88
2006 – I	2,50	2,75	5,25	7,25	4,63
II	2,50	2,50	5,00	7,00	4,40
III	2,50	2,25	4,75	6,75	4,15
IV	2,50	2,00	4,50	6,50	3,90

^aDeflacionado pela expectativa de inflação.

conforme evolução apresentada na coluna (4) da Tabela 6 –, o qual é composto pela soma da TJLP (C) com o *spread* básico (SB') e corresponde à taxa de juros final (TX) exclusive o *spread* de risco (SR). Para dar uma idéia de sua dimensão em termos reais, a evolução do custo financeiro básico foi deflacionada pela expectativa de inflação, gerando o custo financeiro básico real, conforme apresentado na coluna (5) da mesma tabela.

O *spread* de risco SR é específico para cada cliente do BNDES e está em torno de 1,5% a.a. para as empresas classificadas no grupamento de risco BBB (limite do *investment grade*). Portanto, basta adicionar 1,5% para se ter uma idéia da taxa de juros final (TX) paga pelo tomador de bom risco. SR foi excluído do custo financeiro básico para simplificar a análise a seguir, sendo que a sua desconsideração não afeta as inferências apresentadas em seguida:

- atualmente, o custo financeiro básico (TJLP + SB') está em torno de 12% a.a. em termos nominais, o que corresponde, após a deflação pela expec-

tativa de inflação de 3,5%, a uma taxa real de 8,2% a.a., mas declinaria de 7,5% a.a. em 2003 para 3,9% em 2006, ou seja, a taxa final corresponderia quase à metade da inicial;

- em 2003, o custo financeiro básico real seria, em grandes números, de 6,5% a.a. com *SB* menor (1%) e de 8,5% com *SB* maior (3%), taxas que cairiam em 2006 para 2,9% e 4,9% a.a., respectivamente;
- um custo financeiro básico declinante em níveis reais representa também uma trajetória de queda para a taxa de juros final (*TX*) paga pelo tomador, o que deve estimular a implementação de alguns tipos de projetos, aumentando a demanda por financiamentos do BNDES, projetos esses que teriam as seguintes características: seriam viáveis, de longo prazo de maturação e de baixo retorno e atratividade, com um perfil típico de projetos de infra-estrutura, o que resultaria na ampliação da atuação desenvolvimentista do Banco; e
- mesmo que ocorra uma evolução inflacionária em patamares um pouco mais elevados com relação aos níveis projetados, o cenário decorrente teria grandes chances de ser muito semelhante ao quadro esboçado acima, de contínua diminuição do custo financeiro em termos reais, desde que sejam mantidos o controle das contas públicas, as metas fiscais e a redução do déficit em transações correntes, com a conseqüente redução do risco-país.

6. Conclusões

O eventual aproveitamento do espaço proporcionado pela perspectiva de redução da TJLP para aumentar o *spread* básico na faixa de 3% daria maior liberdade de manobra ao BNDES para implementar uma política de desenvolvimento, sem colocar em risco o seu patrimônio. O retorno adicional dos empréstimos nesse nível ajudaria, assim, a “bancar” o menor nível de retorno que potencialmente derivaria do aumento dos desembolsos para as empresas, regiões ou atividades apoiadas com o *spread* básico de 1%. Dessa forma, o BNDES, além de atender à demanda da sociedade em favor do aumento da oferta de recursos para empreendimentos que gerem externalidades econômicas importantes ou que tenham um elevado conteúdo social, também estaria fazendo política de desenvolvimento, com maior diferenciação de taxas, tendo um lastro da rentabilidade adicional proporcionada pelas operações realizadas com o *spread* básico de 3%, para compensar o menor retorno das operações realizadas com o *spread* básico de 1%.

Essa opção envolve outras questões, uma delas representada pela eventual necessidade de “calibrar” a TJLP, no sentido de torná-la harmônica com outros indicadores. Por exemplo, se a taxa básica de juros da economia, representada pela Selic, estiver num patamar elevado em relação à TJLP, poderá haver um aumento na propensão dos beneficiários em boa situação financeira para especular com recursos do BNDES, através de operações que contribuam para provocar aumento de preços localizado, ou mesmo generalizado, gerando pressões inflacionárias. Nesse contexto, uma adequação da administração dos agregados financeiros poderia favorecer uma decisão do governo no sentido de manter a TJLP num patamar superior ao previsto, porém compatível com a situação geral da economia.

Outro aspecto que poderia ser questionado por um crítico da proposta seria: por que não procurar diminuir o custo operacional do BNDES? Em outras palavras, a questão-chave seria: o *spread* médio cobrado pelo BNDES é “justo”? O contra-argumento, porém, é que a discussão a propósito desse ponto não se relaciona com a proposta, uma vez que o ponto pode ser levantado independentemente dela. No entanto, ao examinar os dados contábeis extraídos das demonstrações contábeis de 2001 relativos ao somatório das Despesas Administrativas, Despesas com Pessoal e Despesas Tributárias e compará-los com o Ativo Total, obtém-se um percentual de 0,59%, evidenciando o fato de o custo operacional não ser significativo em termos de relevância patrimonial. Essa situação espelha o fato de o BNDES ser um banco de atacado, com uma atuação varejista realizada por uma rede de quase 200 agentes financeiros. Ademais, neste artigo partiu-se do pressuposto de que o *spread* básico médio (*SB*) seria mantido. Portanto, se ele fosse modificado os parâmetros do trabalho, naturalmente, também seriam afetados.

A grande vantagem da proposta é a possibilidade de emprestar a um custo baixo para setores, empresas e atividades que o governo, através do BNDES, queira apoiar especialmente, pelas externalidades econômicas ou sociais que geram. Ao aumentar a alocação de recursos para esses setores e empresas, o governo, através do BNDES, conseguiria gerar externalidades positivas e/ou maior retorno social de seus empréstimos, desempenhando um papel importante como promotor de políticas públicas.

A racionalidade da idéia é que, *se a taxa de juros dos empréstimos do BNDES deve cair, se há o desejo de que o BNDES aumente a oferta de recursos a tomadores que proporcionam um retorno menor e se, ao mesmo tempo, é preciso evitar que a saúde financeira do BNDES sofra prejuízos, uma das formas de conseguir viabilizar esse apoio maior seria mediante o aumento do retorno do Banco nas suas aplicações feitas com o spread básico de 3% ao ano.*

Naturalmente, a base de todo o raciocínio exposto no trabalho é que o país continuará a trilhar o caminho da estabilidade, o que se traduzirá em uma melhora da percepção do risco-Brasil. Isso significa que *é essencial, para a viabilização do cenário aqui traçado, que se dê continuidade, ao longo dos próximos anos, às políticas destinadas a manter o ajuste fiscal, a atingir metas de inflação baixa e a reduzir o déficit da balança de bens e serviços não-fatores*, as quais, se forem abandonadas, afetariam inteiramente o cenário utilizado neste artigo. Preservando a combinação de controle das contas públicas, manutenção de baixa inflação e equilíbrio em transações correntes, contudo, as perspectivas aqui expostas são bastante verossímeis.

Referências Bibliográficas

- ALÉM, Ana Cláudia. O desempenho do BNDES no período recente e as metas de política econômica. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 5, n. 9, p. 51-76, jun. 1998.
- ALTMAN, Edward, CAOUETTE, John, NARAYANAN, Paul. *Gestão do risco de crédito: o próximo grande desafio financeiro*. Rio de Janeiro: Qualitmark Editora, 2000.
- BERGAMINI JR., Sebastião. Classificação de risco: o modelo em uso no BNDES. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 4, n. 8, p. 71-100, dez. 1997.
- BORGES, Luiz Ferreira Xavier, BERGAMINI JR., Sebastião. O risco legal na análise de crédito. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 8, n. 16, p. 215-260, dez. 2001.
- PINHEIRO, Armando Castelar. Os fundos de pensão e o financiamento do desenvolvimento: o papel do BNDES. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 1, n. 2, p. 47-76, dez. 1994.
- PINHEIRO, Armando Castelar, CABRAL, Célia. *Mercado de crédito no Brasil: o papel do Judiciário e de outras instituições*. Rio de Janeiro: BNDES, 1998 (Ensaio BNDES, 9).
- PIRES, Luciano Siani. Fundamentos da política financeira do BNDES. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 4, n. 8, p. 31-70, dez. 1997.
- VIEIRA, Solange Paiva. Uma análise das principais taxas de juros presentes nos financiamentos concedidos pelo BNDES. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 4, n. 7, p. 63-82, jun. 1997.